

中央銀行の理論的分析

Theoretical Analysis of Central Banking

春 井 久 志

Historically, central banks were established for three purposes: (1) stability of currency value, (2) stability of financial system, and (3) financial assistance to the government. In peace time, the first two were most prevalent, but in war time the third one, “war finance” was given the highest priority. This was the case of the Bank of England in 1694. Although the Bank was set up as “banker to the government”, with various privileges given, it gradually began to function as “lender of last resort”. This means that central banks perform both macro- and micro-economic functions. Theory of central banking is claimed to be based either on the quantity theory of money, or on the gold standard and the “real bills” doctrine. The global financial crisis after 2008 and the ensuing “Euro crisis” have forced the major central banks to set out inventing unconventional policies.

Hisashi Harui

JEL : E12, E58, G20

キーワード：政府の銀行、最後の貸し手、貨幣数量説、真正手形説、独立性

Keywords : “banker to the government”, lender of last resort, quantity theory of money, “real bills” doctrine, independence

I はじめに

2012年3月28日から6月8日にかけて、イングランド銀行博物館は「イングランド銀行と君主：エリザベス女王二世の在位60周年記念祝賀展」(The Bank and the Monarch - A Celebration of The Queen's Diamond Jubilee)を開催している。この博物館のウェブサイトによると、イングランド銀行と君主との関係は、同行の創立時の1694年の時代にまで遡る。イングランド銀行の創立を定めた設立勅許状は、共同統治した夫、国王ウィリアム三世 (William

III, 1650-1702 年) と妃、女王メアリー (Mary II, 1662-94 年) の国璽を有している。同時に、これら 2 名の共同君主は、イングランドのために最初の国法 (トン税法) に基づく民間資本の銀行設立という革命的な新規事業への投資者リストの冒頭を飾っていた。まさに、イングランド銀行は、文字通り「政府のための銀行」として設立されたのである。この両者の関係は今日においても継続している。1946 年の国有化以降、イングランド銀行の理事と総裁らは君主によって任命されている。さらに、重要な点として、半世紀以上にわたってイングランド銀行の銀行券の券面に君主の肖像を描くことによって銀行券の評価を高く維持する役割を担ってきている。

現代の主要な中央銀行を歴史的に回顧すれば¹⁾、中央銀行の設立目的は 3 つあった。すなわち、第 1 は通貨価値の安定 (monetary stability)、第 2 は金融システムの安定 (financial stability) および第 3 は政府への財政的支援 (たとえば、戦費調達など) である。一般に、この内の第 3 の目的は平時には副次的な位置におかれるため、中央銀行にとっての重要性が低下し、また近年強調されている政府からの独立性の観点からも問題視されることがある。その結果、平時には前 2 者の目的が重視された²⁾。

イングランド銀行は、戦争による政府財政の逼迫を緩和する目的で設立された、いわゆる「政府の銀行」としての役割を期待された民間の商業銀行であった。以下、長い歴史を誇る代表的な中央銀行であるイングランド銀行の生成・発展過程を概観しておこう。

1688-89 年のイギリスの「名誉革命」とそれに続くアメリカの植民地をめぐる対フランス戦争によるイギリス王室の財政は窮乏を呈した。1672-97 年の 25 年間に王室の負債は 225 万ポンドから 2,000 万ポンドへと急増し、ウィリアム三世とメリー二世の共同統治のころには財政事情はさらに悪化した。このような事態を根本的に改善するために考案されたのが、①イングランド銀行の設立と②国庫証券 (exchequer bills) および③利付き永久公債の発行であった。

イングランド銀行の設立計画はウィリアム・パタスン (W. Paterson) が立

1) 以下の叙述は、春井 (2012) に部分的に依拠する。

2) 春井 (2004) 参照。

案し、シティの有力なシンジケートによって支援された。このシンジケートは 120 万ポンドの資金を集めて政府に貸し付けた。この貸付の条件は、イングランド銀行に対する「トン税」および「酒税」を引き当てとする 10 万ポンドの利息と 4,000 ポンドの銀行運営費の恒久的な支払いの約束であった。イングランド銀行の勅許を認めた 1694 年の「トン税条例」は、120 万ポンドの範囲内で署印手形 (sealed bills) の発行を認めている。政府への貸付の大部分は、この署印手形によった。同行は署印のない現金手形 (running cash notes) も発行し、預金業務も同時に営んだ。この現金手形は、金匠手形 (goldsmith notes) と同様、現金の預け入れに対して銀行が発行する約束手形であったが、その後、100%以下の準備でも発行されるようになった。後に、イングランド銀行券へと発展していったのは、この現金手形であった。他方、政府がその債務の支払いに使用した署印手形の大部分は、その受取人によってふたたび銀行に預け入れられるか、あるいは現金手形や新たに発行された署印手形で支払われた。

1697 年にイングランド銀行は政府への追加的な貸付の見返りとして、イングランドおよびウェールズにおける株式組織による銀行券発行の独占権を獲得し、1708 年には 6 名以上の出資者による株式組織の発券銀行の設立を禁止する条例の発布に成功した。このようなイングランド銀行の独占的な地位の確立は、他方でその他の有力な商業銀行の発達を阻害するという弊害をもたらした。当時では銀行券発行が商業銀行の貸付資金を調達する主要な手段であったからである。この間、ロンドンの民間銀行は次第に、自らの銀行券の発行業務から撤退を初め、代わりにイングランド銀行券を使用するようになった。またこれらの商業銀行は、イングランド銀行に支払準備の預金勘定 (bankers' balances) を開設して、この預金勘定の振替によって商業銀行相互間の決済を行なうように変わっていった。そのために、これらの銀行は支払い準備の大半を金貨で保有する形から、イングランド銀行券でも保有するようになった。以上のようなイングランド銀行に対して優遇措置を実施したことが、それ以外の商業銀行の発達を遅らせるという結果を生み出した。

19 世紀のイギリスは金本位制度の下で、「世界の工場」としての経済力を増強していった。この金本位制度の下では、中央銀行の役割がもつばら第 2 の目

的である、金本位制度の安定、あるいは金融危機の回避やその悪影響の緩和に主眼が置かれた。1907 年の金融危機の後に設立されたアメリカの連邦準備制度（1913 年設立）はその典型である。わが国の中央銀行である日本銀行（1882 年設立）も明治初期に発行された不換紙幣を整理し、正貨兌換の銀行券を発行することを意図して設立された。上記の第 2 の目的のための創立であった。明治維新当時、日本ではすでにインフレーションが進行中であった。西南戦争の勃発によってもたらされたインフレーションが悪化していたが、その原因は政府の不換紙幣の乱発に起因していたからである³⁾。

以下では、中央銀行の定義とその機能（セントラル・バンキング）および中央銀行の目的という 2 つの側面に関して、中央銀行業務（セントラル・バンキング）を理論的に分析することを試みる。しかし前もって指摘しておくべき重要な点がある。それは貨幣理論や金融理論に関する限り、理論と歴史、すなわち金融史との関係がきわめて密接であり、両者を分離して論じることが困難だという点である⁴⁾。

J・ヒックス（1967）はその著書『貨幣理論』の第 9 章〈貨幣理論と金融史——展望の試み——〉の中で、「貨幣理論は大抵の経済理論に比べて抽象度が低い。現実との関連性は、他の経済理論では時として欠如しているが、貨幣理論では避ける事ができないものである。貨幣理論はある意味では金融史の部類に属するが、同じような意味で経済理論が経済史に属するとはいえない」として、金融問題の分析における金融史研究の重要性を強調している。それだけでなく、彼は「貨幣理論が金融史に属するということには 2 つの意味があり、この 2 つの意味を週別する必要がある」、と指摘している。

その第 1 の意味として、「貨幣に関する著作の大部分は時論的（topical）である」という。

具体的には、J・M・ケインズの『貨幣論』や『一般理論』が 1925 年のイギリスによる金本位制度復帰の決定や 1930 年代の世界的な不況と深く関連していたこと、また D・リカードウの貨幣に関する諸著作と 19 世紀初頭のナポレ

3) 日本銀行（1982）。

4) 以下の叙述は、春井（1994）に部分的に依拠する。

オン戦争中のインフレーションおよび戦後の貨幣制度の再建との関係などに言及している。ヒックスは、このような貨幣理論の時論性が、それと金融史との密接な関連を条件付けている、という。

第2に、ヒックスは「リカードゥ以前からケインズ以後にわたるすべての時代を通じて、貨幣それ自体が進化を遂げてきている」として、金融理論が分析の対象とする貨幣自体が時として変化するために、金融理論が金融史と密接に関連せざるを得ないことを鋭く指摘している。「商品貨幣」である金貨や銀貨などの金属貨幣から銀行券や銀行預金などの「信用貨幣」あるいは「名目貨幣」への進展は説明を要しないほど明白な歴史的事実である。

他方、このような貨幣形態の「名目化」あるいは「無体化」に比べて、はるかに重要な意味を持ちながら、それを認識し評価することができない事柄がある。それは、信用貨幣が狭義の貨幣概念を超える広がりを持つ信用体系の一部にすぎない、ということである。つまり、貨幣形態の歴史的進展は、単に銀行だけでなく、その他の金融仲介機関をも含めた広い金融制度それ自体の発達の中で生じており、政府の金融活動における根本的変化を伴ってきた。そのため信用制度の全性格の変化が金融理論の根本的修正を要求してきた。このことが、金融理論が金融史と密接に関連せざるを得ないことの第2の意味である。

現実の経済実態や経済制度が変化するに連れて、金融理論の抽象化もそれと並行して進展しなければならなかった。しかしそこには、いわゆる「時間の遅れ（タイム・ラグ）」が存在した。ヒックスは「この遅れが生じたのは単なる怠惰や惰眠のためではなく、克服すべき1つの障害があったからである」として、信用制度の発展の2つの側面——効率性と不安定性の双方の増大——という問題に言及している。「サブプライム問題」やそれを受けた「リーマン・ショック」に起因した世界金融危機の発生は、このような事例の1つである。

金融理論と金融史との密接な関連性という論点に関して、もう1つ注目すべき事実がある。すなわち、貨幣経済学や金融理論がこれまで常に金融史を広範に活用してきた、という事実がそれである。その事実はR・カンティーヨンやそれ以前の論者にまで遡る。金融史がこれまで広く活用されてきた理由は、歴史が経済学者に「実験室の実験」に最も近い分析道具を提供してきたからで

ある。たとえば、新しい金鉱の発見とかハイパーインフレーションといった特異な貨幣的攪乱、金銀複本位制度、および銀行業務に対する法的規制の緩和・撤廃や金融革新といった特別な制度上の変革などは、金融理論を検証するための〈生きた素材〉を貨幣経済学者たちに提供してきた。

貨幣理論家が金融史を実験の場として活用してきたのに対して、政策立案者は自らが提唱する金融政策を弁護するために歴史的な記録を引用するという常套的手段を永らく利用してきた。たとえば、1918～19 年のカンリフ委員会による、旧平価での金本位制度復帰勧告は、D・ヒュームなどが開発した古典的な金融理論である「物価・正貨流出入機構」にその政策勧告の論拠を見出した最も典型的な事例である。実際、この政策勧告は 1925 年のイギリス金本位法の制定に基づく金地金本位制度の再建によって現実のものとなった。また、1980 年代のアメリカ合衆国における金本位制度復帰論議や金融自由化の問題は、その他の良い事例であろう⁵⁾。

II 中央銀行政策（セントラル・バンキング）の発展と中央銀行の諸機能

1. 「政府の銀行」としての中央銀行

政府が支援して設立された最初のヨーロッパの銀行がスウェーデンのリクス銀行（1668 年創立）やイングランド銀行（1694 年創立）であることは、Bordo（2008）が指摘している。これらの銀行が設立された当時、これらの銀行が現代的な中央銀行の諸機能、すなわち自由裁量的な貨幣量コントロールや「最後の貸し手」機能を通して銀行システムを規制したり支援したりする機能はまったく想定されていなかった。当初の設立の意図や目的はもっと初歩的なものであり、それがプロイセン王国銀行のような国立銀行の場合でも、あるいはイングランド銀行のような民間銀行の場合でも、政府がそのような銀行から金融的な支援・資金調達上の有利さを獲得する目的により強く関連していた。このような意図で設立されたために、政府はこれらの特定の銀行にその他の銀行より

5) 春井（1992）参照。

も優遇的な特権などを立法等で付与し、その見返りとして、資金調達上の支援を要請した。これらの特権を付与された銀行は、特定地域における銀行券発行に関する独占的な優遇措置を与えられる、あるいは国内の特定の地域における唯一の株式銀行としての勅許状を与えられるということがしばしば見られた。しかし他方、このような優遇措置は、イギリスやフランスのような国において、それ以外の商業銀行の発展を遅延させるという副作用をもたらした。そのために、当初において、政府が支援した銀行の創設は、当該国における銀行業の発展を遅らせることになり、その金融システム全体に及ぼす効果としては、一長一短であったと言える。

他方、1816年に設立されたオーストリア国立銀行は、戦費調達のために政府が過剰発行したことにより銀行券の価値が崩壊した国民通貨の価値を回復することを目的としていた。

ドイツやスイス、イタリアなどの諸国では、混乱状態に陥っていた銀行券発行制度を統一することにより、銀行券発行を集中し、自国の金属準備を集中的に管理・保護すること、および支払い制度を促進・改善することを目的に中央銀行が設立された。これらの後者の諸目的は、経済に有益な結果をもたらし、通貨発行益や金銀準備を集中的に保全するという利益ももたらしたために、政治的な視点からも魅力のある方法とみなされた。

いずれにしても、1900年以前においては、中央銀行の諸機能に関する理論的分析は、当該国の銀行券発行や金銀準備を集中的に管理するべきか、そしてそれらが集中的に管理されたならば、中央銀行はどのような方法によってそれらをコントロールするべきかをめぐって展開された。

2. 「銀行の銀行」としての中央銀行

しかしながら、ひとたび政府の支援を受けて設立された銀行が出現すると、国内の銀行システムにおけるその銀行の中心的な立場や地位、「政府の銀行」としての「政治的」権限、国内の金銀準備の大半の管理・保有、および商業手形の再割引により追加的な現金（金銀貨）や銀行券を供給する能力などによって、次第に「銀行の銀行」へと発展していった。その結果、商業銀行は自らの

支払い準備（現金）の大半を中央銀行の預け金として保有するようになったのみならず、金融危機などの際に、追加的な流動性を機動的に供給する中央銀行として期待するように変化していった。イングランド銀行がそうであったように、19 世紀に創立された中央銀行の大半の場合においても、その創立時にあって、「銀行の銀行」としての役割を果たすような中央銀行へと将来発展することはきわめてぼんやりとしか認識されていなかった。今日の中央銀行が果たしている諸機能は、銀行システムにおける中央銀行と商業銀行との関係の中で徐々に、また自然発生的に進展していった。

中央銀行発展の初期段階において、中央銀行の発行した銀行券を金貨や銀貨に兌換する義務は、その他の商業銀行の発行した銀行券の兌換義務と何ら異なるものではなかったし、また、異なるものであるとみなされることもなかった。「政府の銀行」あるいは銀行券発行上の特権などの法的な優遇は、次第に、銀行システム内における中央銀行への金銀準備の集中保有を自然発生的にもたらし、その結果、中央銀行は「銀行の銀行」へと変貌を遂げていった。

このようにして達成された中央銀行としての立場に伴う責任・責務として、中央銀行は裁量的な貨幣量コントロール（monetary management）を行い、同時に銀行システム全体の安定性を保持するという独特の手法を発展させていった。

この中央銀行による貨幣量コントロールは、相互に関連した 2 つの機能を持っている。1 つは、経済全体の貨幣的な状況に関するマクロ的な機能であり、もう 1 つは銀行システム内の個々の銀行の健全性や経営の安定性の維持に関するミクロ的な機能である。

1914 年以前において、貨幣量コントロールは、主として、金本位制度などの特定の金属本位制度を維持する必要と金融システムの健全性や安定性、さらには経済全体の安定性と調和・両立させることであった。その後、次節で述べるような 20 世紀に生じた様々な要因が、最初に金本位制度を、次には固定為替レート制度のブレトン・ウッズ体制を崩壊させた。その間、中央銀行の貨幣量コントロールのマクロ経済学的目的も変化し、進展を遂げた。しかしながら、これらの長期間にわたり、全体としての銀行システムの健全性に関する関

心は、中央銀行政策（セントラル・バンキング）の最も重要な関心事としてとどまっていた。

中央銀行政策（セントラル・バンキング）のマクロ的目的とミクロ的目的については、別の論考で詳述するが、以下、簡潔に論じることとする。

III セントラル・バンキング（中央銀行政策）の目的

1. セントラル・バンキングのマクロ的目的

1914 年以前の長期間にわたって、欧米主要国の中央銀行は自国通貨の対内外価値を安定的に維持することをそのマクロ的政策の目的としてきた。この目的が、中央銀行の割引率の変更（今日の公定歩合操作）によって達成されてきたことは、Bloomfield（1959）が明らかにした周知の歴史的事実である。また春井（1992）が分析したように、1914 年以前のいわゆる「古典的金本位制度」の下では、この中央銀行政策の目的は「金兌換性の維持」という形をとった。つまり中央銀行券の対内価値は、所定の金平価でもって銀行券と商品としての金（金貨）との無制限の交換によって保証された。また、自国通貨の対外価値を示す為替レートは、金の輸出入の自由を無制限に保証することによって安定的に維持された。

しかし 20 世紀に入り、戦争や金融恐慌、世界的な不況などの外的ショックが直接の引き金となって、欧米の主要国は次第に金本位制度から離脱して行き、後に「管理通貨制度」と呼ばれるようになった紙幣本位制度もしくは名目貨幣制度へと徐々に移行していった。この動きに伴い、中央銀行政策の目的は「金兌換性の維持」から「物価水準の安定的維持」へと変遷していった。すなわち、中央銀行券の対内価値は物価水準の逆数と考えられるようになり、中央銀行は物価水準目標やインフレ率目標の達成を目指すようになった。

このように中央銀行のマクロ的政策目標は、その国の貨幣制度やその国を取り巻く国際金融システムの歴史の変遷とともに変化を遂げてきたといえよう。かつて春井（1997）は歴史的時間の経緯に伴う中央銀行のマクロ金融政策目的の変化を 3 つの時期に分けて考察したことがある。以下、それを簡単に紹介しよう。

(1) 1914 年以前の時期

現存する中央銀行のうち、世界最古のリクス銀行やイングランド銀行が政府の支援で初めてヨーロッパに設立された当時、これら民間の商業銀行が裁量的なマクロ金融政策や最後の貸し手機能を通して銀行に流動性を供給し、あるいは銀行システムの安定性を維持するために民間銀行を規制・監督する近代的な中央銀行へと発展するとは、誰も想像しえなかったであろう⁶⁾。後に中央銀行へと発展した草創期の商業銀行が設立されたのは、当時の政府の財政的逼迫を救済するための資金を供給することが主たる目的であった。これらの銀行は政府から得る「勅許状」による特権（たとえば、銀行券発行権の独占など）を見返りとして、政府に資金を供給する「政府のための銀行」として設立されたのである。そのような動機で設立された銀行は、平時においては自国通貨の対内外価値や信認を維持すること、イングランド銀行の場合には金本位制度を堅持することが中央銀行政策のマクロ的な目的であった。しかし戦争など国家存亡の危機の際には国家の財政的必要性がマクロ的な目的を凌駕し、金融政策運営は国家の緊急の資金需要を機動的に充足することが中心となった。

(2) 両大戦間期

第一次世界大戦の勃発により、ヨーロッパ諸国は文字通り国家存亡の危機に瀕した。戦争の混乱により金本位制度が不安定化し、その後崩壊した結果、多くの国は高失業、物価下落、種々の直接統制手段の導入による外国貿易や国際資本移動の大幅な制限とそれを契機とした世界経済の荒廃に見舞われた。そのため、自由な経済活動は制限され、金融政策の有効性が大きく減殺されてしまった。ひとたび金利が低い水準に引き下げられてしまうと、有効需要水準に働きかけて景気を刺激する金融政策の効果はその力の大半を失ってしまうからである。そこで有効需要の管理はいきおい拡張的な財政政策に強く依存するようになる。その結果生じるインフレ圧力を抑制するために種々の直接統制手段

6) それにもかかわらず、『ニューバールグレイブ経済学事典』においてさえ、「もっとも古い中央銀行は 17 世紀に設立された（1664 年に創立されたスウェーデンのリクス銀行や 1694 年に創立されたイングランド銀行、…）」といった正確さを欠く叙述が存在していることは残念であると言わざるをえない。Bordo (2008), pp. 715-721.

が採用されることになった。

主要国による 1920 年代後半から 1930 年代前半にかけての金本位制度への復帰とその後の再離脱を通して崩壊した国際通貨システムは「自国通貨の対外的価値の維持」をもはや意味のない目的にした。逆に、主要国は経済ブロックを形成して、相互に為替レートの切り下げ競争という「近隣窮乏化」政策に走った。このようにして中央銀行が金本位制度の時期を通じてこれまで長きにわたって堅持してきた対外的な金融政策目的は消滅してしまったのである。

(3) 第二次世界大戦後の時期

第二次世界大戦終結後、世界の主要国は両大戦間期の経験から直接統制的な経済政策を撤廃し、自由な経済活動と固定為替レート制度（いわゆる、調整可能な釘付け制度）の再建を目指して、ブレトン・ウッズ体制を確立した。このようにして確立された戦後の国際金融システムは、IMF 加盟国の中央銀行が自国通貨の為替レートを一定量の金またはアメリカ・ドルに固定することにより、通貨の対外価値を安定的に維持することを再びマクロ経済政策の目的として掲げるようになったことを意味した。このようにして、ブレトン・ウッズ体制の下で、アメリカ・ドルが金と等価あるいはそれ以上の価値のある国際通貨として国際金融システムの中核に据えられた。アメリカは「 n 番目の通貨」としてのドルの対外価値の維持義務から解放され、その対外価値はその他の「 $n - 1$ 」カ国の為替レート調整によって自動的に維持されることになった。その結果、アメリカの中央銀行である連邦準備制度はドルの対内価値を安定的に維持するという、その他の中央銀行とは異なる、特別の責任を担うことになった。

このようにして確立された戦後の世界経済体制の下で、主要先進国は自国通貨の為替レートを固定したままで国内の雇用と経済成長とを最大化する「ケインズ」的な有効需要管理政策を遂行してきた。しかし 1970 年代の初めに、アメリカ・ドルの金兌換停止宣言、いわゆる「ニクソン・ショック」による IMF 体制の崩壊と第一次石油ショックとを経験した各国政府は、新たに経験する「変動為替レート」制度のもとで、失業の解消とインフレーションの抑制という 2 つの政策目的を達成することの重要性を強調するようになった。それは拡張的な金融政策を追求してきた諸国が相対的に高いインフレ率に見舞われる一方、

相対的に高い雇用と成長率とを達成することにも成功しなかったからである。その結果、多くの中央銀行は徐々に「マネタリスト」的な金融政策を採用するようになった。すなわち、貨幣供給量を中間目標とする金融政策運営、「マネタリー・ターゲティング」方式の金融政策レジームへのシフトが起こった。

主要な中央銀行は、総支出や物価、産出高などに影響を及ぼすためのメカニズムとして、公定歩合などの「金利」を上下に変更する金利操作を伝統的な金融政策の運営方式として採用してきた。1950 年代に貨幣数量説を復活⁷⁾させて、貨幣供給を金融政策の中間目標として利用する運営方式を想定した。この想定は貨幣供給量の増加と名目所得および物価水準との間に安定的な関係が存在することを仮定していた。マネタリストによれば、連邦準備理事会などの主要な中央銀行は、金利操作を中心とした金融政策運営をおこない景気循環を悪化させ、また部分的には名目金利と実質金利を識別できなかったために、1970 年代に「グレート・インフレーション」を引き起こした、と批判した⁸⁾。

前述のように、ケインジャン対マネタリストの論争は金融政策の理論的側面を巡って激しく戦われた。1970 年代の「スタグフレーション」の解明を対立軸とした激しい論争は、結局マネタリストの勝利に終わった。「インフレーションと経済成長との間には中・長期的なトレードオフ関係は存在しない」ということが一般的に受け入れられたからである。仮に中・長期的なフィリップス曲線が垂直だとすれば、貨幣当局のもっとも適切な中・長期的な金融戦略は、物価安定を達成する方向へインフレ率を低減させることになる。最も、物価安定への最適な動学的経路は依然として、異論の多い問題として残されている。

その結果、1970 年代末までにほとんどすべての中央銀行は「実用主義的なマネタリスト」に転向してしまった、といっても過言ではないであろう。したがって、1980 年代前半の金融政策論議は、その最適な政策手段を巡って展開された。たとえば、どの貨幣集計量が名目所得ともっとも高い予測可能な関係を有しているか⁹⁾、またどの貨幣集計量を金融政策の中間目標とすべきか¹⁰⁾、

7) Friedman (1956) 参照。

8) Brunner and Meltzer (1996) 参照。

9) Laidler (1980)

10) Goodhart (1984)

さらには中間目標とされた貨幣集計量をコントロールする政策手段としては金利コントロールかマネタリーベース・コントロールか、などであった。この時期ほど貨幣需要関数の安定性に関する計量経済学的な研究論文が雨後の筍のように増産され、その直後に貨幣需要関数の安定性に対する疑念がその一時的なブームを掻き消してしまったことを経験した時期はない。

しかしながらマネタリストの主張の核心部分は傷つかずに残った。中・長期のフィリップス曲線が垂直であり、したがって金融政策は主としてインフレ率をゼロあるいはきわめて低い水準（たとえば、年率2～3%）以内に安定的に維持するためになんらかの中間目標をコントロールすることである、とする主張に異議を申し立てる重要な議論は現れなかった。1980年代末までに、主要な中央銀行は貨幣集計量を中間目標とする金融政策運営方式を放棄し、金利を変更する政策手段に回帰した。

1990年代に入って、中央銀行の金融政策の運営方式に新しい動きが見られるようになった。1980年代に貨幣集計量を中間目標とする「マネタリー・ターゲティング」方式は失敗に終わり、他方、「為替レート・ターゲティング」は、上述のように、特別の状況においてしか有効性が期待できないことが判明した。

しかし中央銀行は物価安定を達成する特別な責任を負わされているので、何とかしてこの責任を全うしなければならないと考える。もっとも一般的な対応は、その主たる政策手段である短期金利を操作して、インフレ目標を直接ヒットする「インフレ・ターゲティング」方式を導入することである。この新しい金融政策方式へのレジーム・シフトは1989年のニュージーランドで最初に試みられ、その後カナダ、オーストラリアなどが後に続き、いまでは多数の国が「インフレ・ターゲティング」方式を採用している〔春井（1999a）〕。イギリスにおいても、通貨投機によって生じた1992年の「ポンド危機」に際して、イギリスの金融当局は、当時の固定為替レート制度である「為替レートメカニズム（ERM）」からの離脱を決意し、明示的に「インフレ・ターゲティング」方式による政策運営へとそのフレームワークを変換した。しかしながら金融政策運営における長くて可変的なタイム・ラグの存在や経済システムに内在する不確実性の存在や経済システム自体の構造変化のために、「インフレ・ターゲティン

グ」方式の金融政策運営は非常に難しいとされている [Goodhart (1992) および春井 (1999a)]¹¹⁾。

それにもかかわらず、連邦準備理事会は 2012 年 1 月に長期の物価目標 (goal) を 2 パーセントに設定すると公表した。このアメリカの公表を間接的に受けるかのように、またわが国の国会や政治家たちからの「デフレ脱却」の直接的な圧力を受けて、日本銀行は同年 2 月に「中長期的な物価安定のめど (ゴール)」を導入し、当面それを 1 パーセントに設定した。これは、従来、日本銀行が否定またはきわめて消極的な姿勢を示してきた、事実上の「インフレ・ターゲットティング」方式への移行を意味する画期的な決定である¹²⁾。しかしながら、この決定は、その直後に日本の株価や為替レートに好影響を与える「ポジティブ・サプライズ」と一般に受け止められた。その結果、日本銀行の金融政策運営に関する国会や市場との「コミュニケーション」の問題において、今後、株価や為替レートが下振れを生じた場合には、政治的圧力や市場からの「さらなる緩和期待」に対する日本銀行の政策的対応がきわめて難しい局面を迎えることが懸念される。

2. セントラル・バンキングのミクロ的目的

中央銀行のマクロ的政策の主要部分に関しておおよそのコンセンサスもしくは合意が成立しているといえようが、一方のミクロ的政策、いわば銀行システムの組織構造や安定性に関わる中央銀行の関心については未だに十分な意見の一致が見られない。中央銀行が主導的な規制・監督責任を引き受けるべき銀行システムと、そうすべきでないと考えられてきた資本市場に関わるその他の金融機関とを明確に区別することが金融システムの安定化とともにますます困難になってきた。そればかりか、金融機関の規制や構造に関わるミクロ的機能を一括して中央銀行以外の独立した組織に移管すべきであると主張する画期的

11) なお、第二次世界大戦後のマクロ経済学の流れを簡潔にサーベイした文献としては平山 (2012) を参照。

12) これには、2012 年 4 月の日本銀行の審議委員の就任をめぐる人事案件の国会での否決や、2013 年春の任期満了を控えている白川方明総裁の再任人事をめぐる思惑も関係しているとの報道がある。

な議論や実績さえ出てきた〔春井（1999b）参照〕。

中央銀行のマクロ的機能をミクロ的機能から分離すべきであるとする議論の根拠はいくつか考えられる。第1に、欧州中央銀行制度（ESCB）が政治的影響から独立的であるべきだとする立場に立てば、欧州中央銀行（ECB）にミクロ的機能をも付与することはあまりにも強大な権限を ECB に与えることになり、民主主義的かつ政治的なプロセスから見て消極的にならざるを得ない、とする議論がある。第2に、ミクロ的レベルの銀行システムの安定性についての関心のために、物価安定を達成するという主要な責任から中央銀行を逸脱させる恐れがあり、そのため最後の貸し手機能が金融政策をインフレ的な方向へと偏向させる、とする議論がある。しかしこの後者の懸念は根拠の乏しい議論であるといえよう。第3に、金融機関の規制・監督は一国レベルで行うよりも、EU レベルで、すなわち「補完性原理（subsidiarity principle）」に基づいて行うべきであるとする議論がある。

しかしながら中央銀行政策をマクロ的機能に制約し、ミクロ的機能をまったく別組織の機関に分離・移管するという「マーストリヒト条約」の基本的方針は、中央銀行や金融システムの歴史的経緯とは正反対の傾向のなかにある。1914 年以前の中央銀行は物価やマクロ的金融政策がおもに半自動的な金本位制度の運営の中で設立された。中央銀行のミクロ的機能は、銀行倒産や銀行危機、パニックなどミクロレベルの金融不安がマクロ経済を不安定化させないことを目的に運営された。さらに、その当時、経済発展の途上にあった日本やドイツ、ロシアなどでは、中央銀行はその国の工業発展や経済成長を支援するための金融システムの構造を発展させる上できわめて重要な役割を果たすべき公的機関とみなされていた。Goodhart（1992, p.232）はマクロ的機能を中央銀行に割り当て、ミクロ的機能をその他の機関に割り当てることは実行可能でもないし、存続可能でもないと言う。通常、銀行危機はその支払い能力が疑われた銀行からの突発的な大量の預金の流出、すなわち「銀行取付け」が原因となって発生する。そのような状況では、流動性不足から支払い能力が疑われている銀行へ資金を供給する商業銀行はほとんどいない。経営破綻に瀕した銀行に救済資金を供給するか否かを決定したのは伝統的に中央銀行そのものであっ

た。そして、この最後の貸し手として機能する中央銀行にとって代わる金融機関は皆無であった、という¹³⁾。

中央銀行が金融秩序の安定性に重大な関心を抱いていることは間違いない。金融システムが果たす重要な役割のひとつは、清算・支払・決済システムの安定した、円滑な運営である。このシステムの円滑な運営は、一時的に純債務ポジションに陥った銀行に「日中オーバードラフト (daylight overdrafts)」を供与する中央銀行の支援なくては考えられない。このゆえに、中央銀行は国内の主要な貨幣的金融機関、銀行に対する直接的な規制・監督・監視機能を保持しようとするのである。ひとたび中央銀行が金融秩序の安定性に関与することが確立されると、中央銀行は銀行に対する規制・監督機能および最後の貸し手機能を保持し続けることが必要となるが、中央銀行の責任範囲を明確に規定する境界線は存在しない。多くの金融機関ではその業務範囲の境界がますます曖昧で不明瞭になってきた。今や、巨大な銀行は国際化し、1991 年の BCCI 事件は国際的に業務を拡大しつつある金融機関に対する規制・監督機能の国際協調の重要性を改めて浮かび上がらせた。したがって、中央銀行のミクロ的機能の責任範囲も同様に不明瞭で曖昧なものになってきている。

以上で見たように、中央銀行のマクロ的機能（一般的金融政策）についてはいまや大方のコンセンサスが形成されてきたといえることができるが、一方の金融システムの安定性維持に関わるミクロ的機能、いわゆるプルーデンス政策 (Prudential Policy) は盛んな論争の対象となっている。この政策領域における中央銀行の果たすべき適切な責任や中央銀行が監督すべき金融機関の特定化などの問題については、まったく合意も共通の見解も未だ生まれていない。コンプライアンス (法律遵守) 費用、“too big to fail” 症候群や事件にみられるような規制の失敗などの潜在的な保険機能から生じるモラルハザードはすべて遺憾な出来事であるが、それらを解決する有効な手立てについては未だに合意を生むにいたっていないのが実状である¹⁴⁾。

13) Goodhart (1992) は中央銀行の存在しない金融システムにおける銀行危機の場合に、手形交換所などが救済資金を供給して最後の貸し手として機能したことには言及していない。Timberlake (1984) および Bordo (1990) を参照。

14) Goodhart (1993) および Goodhart and Schoenmaker (1995) 参照。

しかしながら、2008 年秋のリーマン・ショック後の世界金融・経済危機を経験した後、アメリカではドッド・フランク法に基づく「ボルカー・ルール」、イギリスでは独立銀行委員会（ヴィッカーズ委員長）の『最終報告書』の求める「リーテイル・リングフェンス」による商業銀行と投資銀行との「分離」は、もっと一般的なシャドー・バンキング規制と共に、中央銀行のミクロ的目的達成への積極的な関与を強く要請するように変化しつつあるように見える¹⁵⁾。

中央銀行が個々の商業銀行を支援し、流動性の究極的な供給者を自認するようになると、このミクロ的な目的は、当然のことながら、ある程度の「保険機能」を随伴することになる。そうすると、この保険機能はある種のモラルハザードのリスクをも伴うことになる。商業銀行は自らの放漫な経営に陥っても中央銀行が最終的に商業銀行を救済するという「事前的なセーフティ・ネット」の存在を信じる場合には、彼らは杜撰でリスクの高い投資戦略を採用することになる。このような事態に巻き込まれることを懸念した中央銀行は、銀行システムの規制・監督に、どの程度の関与かは別に、ある程度は関与せざるを得なくなる。ほぼすべての国において、中央銀行は商業銀行の支援のために何らかの役割を果たしている。それは、中央銀行だけが「最後の貸し手」としての金融支援を提供できるからである。しかしながら、保険・規制・監督の機能を銀行システムのみならず、その他金融仲介機関のために、どの程度まで政府機関や民間の機関と分担し合うかの問題は、きわめて今日的な関心を集めている。

IV セントラル・バンキング（中央銀行政策）の理論的分析

1. セントラル・バンキングの理論：F・キャピー説（Capie, 2003）

The Bank of England, 1950s to 1979 (Cambridge University Press, 2010) の著者であり、イギリス金融史の権威者の一人である F・キャピー（Forrest H. Capie）は、中央銀行業（セントラル・バンキング）の「理論」を以下のよう

15) 小林（2012）参照。

16) Capie（2003）参照。

中央銀行の行動を決定する理論は現代貨幣経済学の中核をなしている。「安定貨幣」が安定物価と密接に関係していることは周知されており、また、18 世紀のデイヴィッド・ヒュームの時代から今日まで同様に周知されてきた。すなわち、もし貨幣数量が実物経済の成長と歩調をあわせて増加することができれば、またそのように管理することが可能であれば、その結果、安定物価を生じる。この両者の長期的な関係は驚くほど強力である。しかしながら、短期においては、中央銀行の行動を要請するように見える事態が発生する。たとえば、景気後退の脅威が迫ったり、緩和的な金融政策の必要性が高まることがある。しかしそのような金融緩和は、もしそれを巻き戻すのに適切な時期が来たときに、金融緩和を反転させなければ、インフレーションの危険を伴うことになる。言い換えれば、短期と長期の金融政策には矛盾が存在している、ということである（376 ページ）。

以上の引用文から明らかのように、キャピーは、長期的には、物価安定を金融政策の目標として最優先し、そのためには貨幣供給を安定的に維持する貨幣数量説の理論的基盤に立つ「安定貨幣」の主張を採っている。平山（2012）は、第二次世界大戦後、西側先進諸国は、戦後の不況を懸念していたが、財政政策を中心とした有効需要政策が奏功して、各国とも深刻な経済不況を回避することに成功し、その後、長期的な経済発展・成長を享受することができた、と指摘する。しかしベトナム戦争が拡大した 1960 年代には、ミクロ経済学的基礎を欠くケインズ経済学に対する理論的な批判が現れた。

これは戦後の一時期、インフレーションと失業率の間には明確なトレードオフ関係が存在することを主張した「フィリップス曲線」が学界や政策担当者によって支持され、注意深いマクロ経済政策手段の運営によって、インフレーション率と失業率の任意の組み合わせを実現することができると信じられた。しかしこの主張は、その出現の直後に、激しい批判に晒された。M・フリードマンと A・シュウオーツ共著の *A Monetary History of the United States* が出版された（1963 年）直後の 1970 年代に、フィリップス曲線が主張するトレードオフ関係は短期的にしか成立せず、またこの関係が選挙での再選を狙う

政権によって濫用される恐れがあった。また、実際に、濫用が生じた。フリードマンは、フィリップス曲線は長期においては、右下がりではなく、垂直になることを主張した。これによって、1970年代に生じた「スタグフレーション」を明確に説明することに成功し、彼の主張するマネタリズムがケインズ経済学を駆逐し、マクロ経済学の主流を形成した。

このようなマクロ経済学の潮流の変化を受けて、金融政策の理論面においても、ケインズ経済学が主張した裁量的な政策運営ではなく、フリードマンが主張した機械的な貨幣供給方式、「 k %ルール」による金融政策運営が支持された。その証拠に、1970年中ごろには、主要国で貨幣集計量を政策目標とする「マネタリー・ターゲッティング」が採用された。他方、Kydland and Prescott (1977)の理論的研究が金融政策の運営方式としては、裁量型の方式ではなく、ルールに基づいたルール型の方式を支持した。

しかしながら金融の自由化や国際化が進展した先進諸国において、貨幣に類似した新しい形態の金融商品が出現したため、貨幣の定義そのものが不明確化した。その結果、貨幣需要関数の安定性が崩れた。すなわち、金融政策運営の目標とする中間的な貨幣量変数と最終目標との関連性が大きく低下したので、金融政策運営上の指標性が優れているとみなされていた貨幣量変数とその役割を果たすことができなくなった。この結果、マネタリズムも金融政策運営上の指針としての信頼性を低下させていった。この点に関して、C・グッドハートは、イングランド銀行のエコノミスト時代に「グッドハートの法則」を主張した。この法則は、「ある範囲のマネーが最終目標との関連性が強く、指標性に優れているとしてターゲットとして採用した途端、最終目標との関連が崩壊してしまう」¹⁷⁾という指摘である。

マネタリスト的な貨幣集計量を政策的にコントロールする金融政策の運営方式は放棄され、短期金利をルールによって決定し、政策金利として、金融政策当局者が望ましいと考える水準に誘導する「テイラー・ルール」に基づく運営が望ましい方式として注目されるようになった。

17) 平山 (2012)、37 ページ。

他方、衰退したかに見えたマネタリズムも、その後合理的期待を導入した新たな新古典派経済学が誕生し、さらにニューケインジアン経済学の生成、さらにその後は動学的確率的一般均衡理論 (DSGE) のモデルへの発展が展開されている。このように第二次世界大戦後の金融理論の変遷やそれを反映した金融政策の運営方式にも大きな変遷が観察されるが、未だに試行錯誤が継続しているというのが、現状であろう。

2. セントラル・バンキングの理論：M・ボールド説 (Bordo, 2008)

セントラル・バンキングの理論や金融政策の実践に関する理論的發展は、19 世紀前半に開始されたイギリスにおける貨幣理論の主要な発展に深く関連している。イギリスにおける主要な貨幣をめぐる論争は、「地金論争¹⁸⁾」や「通貨論争」と呼ばれ、セントラル・バンキングや金融政策に関する理論の形成に大きな影響を及ぼし、その関係は 21 世紀の今日にまで及んでいる。

この通貨論争は、イギリスのナポレオン戦争を契機にした地金論争から進展したものであり、イギリスのインフレーションが貨幣的要因から生じているのか、あるいは実物的要因から生じているのか、をめぐる論争であった。通貨論争では、通貨学派と呼ばれた論者たちは、イングランド銀行が保有する金準備高の増減に応じてその銀行券の発行額、すなわち貨幣債務を変動させることを主張した。これが「通貨主義」と呼ばれ、イギリスの国際収支の変動に応じて貨幣供給量を増減させる「ルール」に基づいた金融政策の運営を支持した。この通貨学派の主張に対して、銀行学派と呼ばれた論者たちは、国際収支の変動、すなわちイングランド銀行の金準備の変動ではなく、イギリス国内経済の重要な不均衡や国内金融システムの大きな不安定に対して、イングランド銀行が対応策を発動することを主張した。彼らは、イングランド銀行の役員（総裁や理事会）が、機械的なルールに基づくのではなく、国内の景気状態や金融システムの状況に応じて、自由裁量を働かせて金融政策を運営するべきであると主張した。金融政策の運営の枠組みをめぐる「ルール対自由裁量」の論争は、現代においても解消されず、継続されている。

18) 春井 (1992) および Fetter (1965), Viner (1937)などを参照。

ボードによれば、19世紀の後半には、2つの原理がセントラル・バンキングの「経験知」に埋め込まれることになった¹⁹⁾。アメリカの連邦準備制度やスイス国立銀行など、主要な中央銀行は、この通貨論争から進展した「2つの柱」、すなわち金本位制度と「真正手形説 (real bills doctrine)」の基礎の上に構築された、と言う。

真正手形説は、19世紀における商業銀行の銀行業務と先に述べた銀行学派の理論、「銀行主義」から派生した。真正手形説の基本的な前提は、商業銀行が自己流動性を有する短期の真正手形に基づいて貸出を行なう限り、この手形は健全性を失うことはなく、満期の到来とともに、償還される。この手形の償還は、当初、銀行が割り引いて発行した銀行券が、資金返済の形で発行銀行に自動的に「還流」してくる、との主張に基づいている。さらに、中央銀行が適格性を有する真正手形のみを割り引いている限り、経済は常に、その経済が必要とする正確な数量の貨幣や信用を確保することができる、と主張する。

商業銀行やイングランド銀行がこの第2の柱である真正手形説に固執して貨幣や信用を供給することは、第1の柱である金本位制度と矛盾することになる。たとえば、国内経済が拡張を続けているときには、真正手形説への固執は金融緩和を強化する。他方、国際収支が悪化し、不均衡状態に陥ると、真正手形説への固執は金融引締めを強化する。このために、金融政策の担当者が真正手形説へ固執することは国内経済の景気循環を過剰に拡大する「プロシクリシティ」問題を引き起こすという欠陥を内包している。この2つの柱の対立や矛盾は1920年代のアメリカにおいて何度か発生した²⁰⁾。

この2つの柱への固執は、1930年代にアメリカの金融と経済を未曾有の不均衡へと陥れた。当時の連邦準備理事会は、真正手形説に固執するという重大な政策上の間違いを犯した。この理論の必然的な結果は、連邦準備理事会在株式市場のブームを鎮静化させることを要請した。その理由は、株式市場の投機は早晚、インフレーションを引き起こし、究極的にはデフレーションへと繋がる、と信じられていたからである (Meltzer, 2003)。Friedman and Schwartz

19) Meltzer (2003) Chapter 2 参照。

20) Friedman and Schwartz (1963) 参照。

(1963) などによれば、連邦準備理事会の引締め政策は 1929 年の景気後退を引き起こし、それを受けて 1930 年代の初めに生じた銀行恐慌を未然に防止する能力を欠いていた。これが世界的な大不況の発生を誘発した。アメリカにおける大不況は固定為替レートを基本とする金本位制度によって、たちまち、世界中に拡大した。このような事態に直面しても、連邦準備理事会は金融政策の緩和が投機的攻撃を誘発することを恐れて、アメリカの金融恐慌を鎮静化し、アメリカ経済の景気拡大を図るための緩和的な金融政策の発動を躊躇した。それは彼らが、1914 年以前の時期に有していた金融政策に対する信頼性を喪失していたために、金本位制度自体が多くの国にとって「金の桎梏」として作用したとの見方がある [Eichengreen (1992)]。

世界的大不況は、金融政策が金融・経済の不均衡の解決能力を欠く有効な経済政策手段ではないとのケインジャンの主張が優勢な見解であるとする文献を量産した。この結果、その後の二十年間ほど、金融政策に対する財政政策の絶対的な優位を導くことになった。アメリカ財務省と連邦準備理事会との間の「アコード」を経て、1950 年代に伝統的な金融政策が復帰したのは、ケインジャンの貨幣理論であったとされている。この貨幣理論によれば、金融政策手段は短期金利に影響を与えることによって、金融資産のポートフォリオ全体の代替効果、すなわちポートフォリオ・リバランス効果を通じて、資本の実質収益率に影響を及ぼすことになる。このようなマネーマーケット・アプローチは 1960 年代までアメリカの金融政策を支配した、とされる [Bordo (2008)]。

この間、マネタリストたちは、連邦準備理事会が 1930 年代の大不況を経験した後でも、真正手形説の過去の遺産を頑なに執着していること、またインフレーションと失業との間にはトレードオフが成立するとする安定的なフィリップス曲線を信奉していることを理由に、連邦準備理事会を批判した。マネタリストたちによれば、このような連邦準備理事会の頑迷さが、市場参加者のインフレーション期待をいつそう高めることになり、1970 年代の「グレート・インフレーション」を招く結果となった。しかしながら、前述したように、その後の貨幣集計量ターゲティングは、貨幣の流通速度の予測不可能な変動のために、短命に終わった。

さらに D・ボールド (Bordo) によれば、金融政策に対する現在のアプローチは、物価安定が最優先されるべき政策目的であるとするマネタリストたちから、その基本的な教訓を学んだ。現在の金融政策の担当者たちは I・フィッシャー (Fisher) から名目金利と実質金利を区別するべきことを学び、K・ヴィクセル (Wicksell) から自然利子率と公定歩合 (政策金利) とを区別するべきことを学んだ。ヴィクセルの貨幣理論によれば、中央銀行はその貸出金利を自然利子率の水準に調整するべきである。というのは、もし中央銀行がその貸出金利を自然利子率よりも低く維持する緩和政策を採用すると、インフレーションが発生し、金本位制度の下では、それは金の対外流出をもたらし、公定歩合に対する貨幣市場の上方圧力を高めることになる、と主張する²¹⁾。

また、現代の中央銀行の多くは、物価の安定、それともかなり低い水準にインフレーション率を維持することを至上命題と考えており、その意味では、名目的な政策金利と自然利子率との関係を、インフレーション目標からの足元のインフレーション予測の乖離および潜在成長率の実質成長率の乖離の関数として金融政策モデルを設定する「テイラー・ルール (the Taylor Rule)」を遵守しているように思われる²²⁾。

3. セントラル・バンキングの理論：R・S・セイヤーズ説 (Sayers, 1956)

セイヤーズ (1956) は、「セントラル・バンキングの本質は貨幣制度の自由裁量的なコントロールである」と明確に定義している。この定義から明らかのように、セイヤーズの中央銀行理論は、通貨主義やマネタリズムに基礎を置く「ルール遵守」主義とは正反対の理論である、と言える。歴史的視点から見れば、セントラル・バンキングの目的は多様な形で定義されてきた。たとえば、物価水準の安定や経済全体の均衡維持などである。このようにセントラル・バンキングの目的が多様であることには、ある意図が存在した。それは、セントラル・バンキング自体が多様な目的のうちの 1 つの目的を遂行するために仕組みられた制度的な取決めであるからなのである。

21) Woodford (2003) 参照。

22) Taylor (1999) 参照。

さらに、この目的の選択、すなわちセントラル・バンキング（中央銀行政策）の目的は、その方法の選択と無関係ではない。セイヤーズによれば、数ある共同体の中には、ルールに従って機能するように貨幣制度を仕組むことによって、その目的を達成しようとする共同体も生じうることは考えられないことではない。しかしながら、セイヤーズは「ルールに従って機能することは、セントラル・バンキングのアンチテーゼ（anti-thesis）である」ことを強調する。すなわち、彼によれば、中央銀行が必要とされるのは、その共同体が裁量的な要素が望ましいと決定する場合においてのみ必要とされる、と主張する。この主張に立てば、「中央銀行家（central bankers）は、彼の自由裁量を行使する人物であって、決してルールに従って機能する機械ではない」[このような機械的な発券機能を果たすリカードウの「通貨委員会」案については春井（1971）を参照]。

このようなセイヤーズの中央銀行理論は、貨幣供給と物価水準を比例的関係で捉える貨幣数量説や銀行券発行高をイングランド銀行の保有する金準備高によって制限しようとする通貨主義の主張とも明確に対立する主張である。

「リーマン・ショック」を発端とする今次の世界的な金融危機やその後の「ユーロ危機」のような信用制度の発展や金融システムの大きな変化に対応して、セントラル・バンキング、従って中央銀行もこれらの発展や変化に適応する形で、将来にわたって限りなく自らが変貌し続けることが要請されているものと考えられる。

4. 中央銀行の独立性と「ルール対自由裁量」

マネタリストを自認（？）するキャピー（Capie）を初め、多くのマネタリズムを信奉する経済学者が主張するように、もし中央銀行が物価の安定を達成することができるのであれば、なぜこれほどまでにはっきりとその目標達成の責務を果たすことに、過去、何度も失敗してきたのであろうか。この問いに対する解答は、以下のものであると考えられる。物価安定を達成するという中央銀行の長期的な決意は、選挙が実施される前に好景気を工作しようと望むその時の政権の政治家の短期的な願望によって覆されてしまうからである。

ただし、その場合には、中央銀行がその時の政府や大蔵省によって政治的な支配下に置かれていることが想定されていることは言うまでもない。ある政府が、その政権の当初において、物価安定を達成することに熱烈な執着を公約するけれども、次の選挙が近づくに連れて、選挙直前に好景気を工作し、それを基盤に再選を画策して反インフレーションの公約を反故にする強烈な誘惑に陥ることがある。このような事態が生じる場合、その政府は「時間的不整合 (time-inconsistency)」問題に陥っているとの非難を受けることになる。有権者はこのような事態の発生を意識するようになると、その場合には、このような時間的不整合問題は一般にいつそう激しいインフレーションを引き起こすだけで、その悪影響を相殺するだけの産出高や雇用を増加するという長期的に望ましい効果も生じない、最悪の事態が発生することが懸念される。このような政治家の再選願望に基づく政策判断の結果、経済政策に時間的不整合問題が発生する現象を分析対象とする学問分野は、「政治的景気循環論」²³⁾として知られている。

この最悪の事態の発生を阻止するための解決策が、1990 年ごろに、提案されるようになった。すなわち、物価安定を達成することを目的とした中央銀行の独立性を、簡単な手続きでは決して修正したり覆したりできないような形式で、法律や条約に埋め込んだ憲法改正を実施することである。欧州経済共同体 (EEC) の加盟国中央銀行総裁委員会が準備した『欧州中央銀行制度および欧州中央銀行の制定法草稿に関する予備報告書』(バーゼル、1990 年 11 月) は、「同制度が物価安定という主要な目的を達成することを可能にするために、意思決定を行なう組織体が、物価安定の達成と対立するような考慮によって影響を受けてはならない」、と記述している。実際、『欧州中央銀行制度および欧州中央銀行法の議定書』の第 7 条は次のように、欧州中央銀行の独立性を規定している。

本条約第 106 条に従って、本条約及び本法によって付与された権限を行

23) Drazen (2008) 参照。

使し、その任務及び職責を遂行するにあたり、欧州中央銀行、各国中央銀行またはそれぞれの政策決定機関、加盟国政府、あるいは他のいかなる組織に対しても指示を仰いだり、または受けたりしてはならない。共同体の諸機関またはその他の機関、あるいは加盟国政府はこの原則を尊重し、かつ欧州中央銀行あるいは各国中央銀行がその任務の遂行にあたりそれらを意思決定機関のメンバーに影響を及ぼそうとしてはならない²⁴⁾。

多数の国において独立性の高い貨幣当局が物価安定の達成に好ましい経験を示したことは、短期的な考慮に対してより大きな配慮をする傾向が強く、したがって長期的には必ずしも物価安定と両立しない金融政策のスタンスを優先するような圧力に屈しがちな複数の共同体から構成される社会にとって、特に、その関連性が高く評価される。

しかしながら、選挙前の好景気と選挙後の不景気を伴う「政治的景気循環」および独立性の高い中央銀行の物価安定の優越的な成果に関する実績はまちまちであり、断定的なことは言えない。たとえば、日本銀行が旧日本銀行法の下で大蔵省に隷属していた際に日本が経験したインフレーションは、連邦準備理事会が行政府から独立していたと想定されているアメリカが経験したインフレーションとが対比される。また、独立性が高い中央銀行が示したインフレーション抑制に対する成功経験は、その一部は、同時に発生する要素の相互作用によるものと考えられる。すなわち、消費や雇用などの目先の目的よりも物価の安定を重んずる有権者は独立的な中央銀行のためにも、またその物価安定をもたらす政党や政策のためにも投票すると考えられるからである。

しかしながら、中央銀行がその法律によって達成することを義務付けられている優先目的、たとえば物価安定が、大多数の有権者が選好する優先目的と矛盾するような、難しい事態の発生をまだ経験していない。時間的不整合問題に関するゲームの理論の文献では、有権者の優先目的あるいは「民意」とかけ離れた政府は、予期されない好景気によって有権者を騙して選挙での再選を果

24) 小谷野・立脇 (2002)、143-144 ページ。

たそうと画策することによって慢性的なインフレーションが引き起こされる、と指摘している。もっと大きな危険は、政府には有権者を騙す意図はまったくなく、有権者が優先する政策をほぼ実際に実行している場合であろう。もしこのような事態が生じたならば、独立的な中央銀行は、たちまち、有権者と深刻な直接の政治的対立に遭遇することになり、たとえばアカウンタビリティという極めて困難な問題に立ち向かわなければならなくなるからである。このような深刻な事態の発生を未然に防ぎ、物価安定を確実に達成するためには、その必要条件として、政治家はともかくとして、まず選挙権を有する国民のインフレーションの弊害に対する正しい、バランスの取れた理解を醸成することが必須の要件となる。しかしこれは、中央銀行だけにその実現のための努力を要請することでは不十分であり、国家戦略に基づいた政治経済学的な教育が不可欠と考えられる。

金融政策の運営方式をめぐるこれまでの論争における最も重要な争点は、「ルール方式か、自由裁量方式か」をめぐるものであった。すでに考察した、通貨学派と銀行学派との論争に続いた論点は、金融政策をその政策効果はともかくとして、限られた知識しか利用できない、善意の中央銀行家の手に委ねるべきか、あるいは将来起こりうる不測のショックに対処する情報を持たないままに設計されるルールに委ねるべきか、という問題である²⁵⁾。この問題に対する最近のアプローチは、時間的不整合の理論あるいは動学的不整合の理論に焦点を当てる。この理論では、ルールというものは政策担当者の手を縛る、信頼に足るコミットメントのメカニズムを体現しているので、彼らが時間的に不整合な政策、すなわち過去の政策コミットメントを所与のものとして、現在の状況に対して異なった政策を新たに採用することを未然に防止する²⁶⁾。このような傾向が存在するので、今日の中央銀行家は、低水準で安定したインフレーションに適合した金利水準を維持することへの彼らのコミットメントの信頼性を高めるために、金融政策の効果（結果）に対する「アカウンタビリティ」と政策決定過程の「透明性」の確保に最大限の努力を図るような傾向を示してい

25) Simon (1936) 参照。

26) Kydland and Prescott (1977) および Barro and Gordon (1982) 参照。

る²⁷⁾。

V 結びにかえて

経済学の発展は、経済実体の変化や潮流によって大きく影響を受ける。貨幣経済学の場合には、この関係は、深刻な金融・経済危機の局面ではことさらに鮮明に浮かびあがる。1930 年代の世界的大不況は、この稀有なマクロ経済危機の原因と結果をめぐる新しい論争に未だに大きな影響を及ぼすことを示す典型的な事例であり続けている。経済理論一般に当てはまる事柄は、政策運営に関して、さらにいっそう良く当てはまる。金融理論や金融政策の経済学の分野は、实体经济の変化や金融理論や金融政策の経済実体の変化への対応などの間の相互作用がことさら強く観察される分野であろう。したがって、セントラル・バンキングやそれを担う機関としての中央銀行、および実際に中央銀行業務に携わる政策担当者としての中央銀行家は、このような金融・経済の一大変化の中心を形成することになる²⁸⁾。

中央銀行が 1990 年代において、世界で最も尊敬される組織体へと登りつめ、そしてその後、21 世紀初めに発生した金融・経済危機を経験した世界で、もっとも厳しい批判的な評価の対象とされていることは、このことの典型的な事例である、と言えよう。しかしながら、危機は常に、何が間違っていたのか、なぜ危機が発生したのか、および危機についての理解を深める理論の発展をもたらし、将来、同じ危機の繰り返しを防止するためにどのような政策が望ましいのかなどの課題に答える絶好の機会を提供してくれるものである。その意味で、われわれは今回の危機の教訓として、セントラル・バンキングについて改めて考察を深めるべく挑戦を受けていると言える。

他方、グッドハート (1995) は、その著書の「序章」で、経済学者の職分、特に中央銀行やセントラル・バンキングの研究者の役目について、以下のような箴言を残している。その引用文でもって、本稿の結びにかえる。

27) Svensson (1999) 参照。

28) Issing (2012), p. 2.

「今日、中央銀行の日々の金融調節は絶え間ない評価と批判にさらされているが、経済システム全体の内部における中央銀行の機構上の役割については広く一般に理解され、受け入れられている。中央銀行は既存の制度的枠組み、すなわち現状の経済システムの一部を構成している。現に存在している制度的枠組みの合法性や価値を定期的に再評価し、吟味することは学者本来の職分のひとつである。このような知的修練を困難にするものはものぐさと時間の無さである、とそれ以外の人びとの大半は言い訳する²⁹⁾。」

ヒックス（1967）の「貨幣の変容³⁰⁾」を支持する花輪（2012）も、金融革新や金融の国際化などの金融環境の変化に応じて、中央銀行の自由裁量の余地が大きくなることを指摘していることは注目に値する。

参考文献

- 小谷野俊夫・立脇和夫訳（2002）『欧州中央銀行の金融政策』東洋経済新報社。
小林襄治（2012）「英国の金融構造改革——大きすぎて救えない：リングフェンスと17%損失吸収資本——」『経済志林』（法政大学）、第79巻第3号。
花輪俊哉（2012）『貨幣と金融経済の新展開』中央大学出版部。
春井久志（1971）「D. リカードウの貨幣銀行論」『関西学院大学経済学研究』第4号。
春井久志（1992）『金本位制度の経済学』ミネルヴァ書房。
春井久志（1997a）「中央銀行の機能をめぐる諸問題—中央銀行論（Central Banking Theory）を目指して—」『金融経済研究』、第11・12号、3月。
春井久志（1997b）「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』（関西学院大学）、第51巻第1号、4月。
春井久志（1999）「中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能」『経済学論究』（関西学院大学）、第53巻第3号、12月。
春井久志（2004）「欧州中央銀行の最後の貸し手機能」、田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』、第4章、有斐閣。

29) Goodhart (1995), p. ix

30) これは、原初の貨幣形態が貨幣の素材価値に依拠した商品貨幣（特に、貴金属貨幣）から、次第に貨幣そのものの「一般的被受領性」に基づくように変化したことを指している。たとえば、金貨や銀貨から、銀行券、銀行預金、さらには電子マネー等への変化である。

- 春井久志 (2011) 『『金融』と『中央銀行』の存在意義』『経済学論究』(関西学院大学)、第 65 巻第 3 号、12 月。
- 春井久志 (2013) 「セントラル・バンキングの歴史的展開——イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか：再考——」『証券経済研究』、forth coming.
- 平山健二郎 (2012) 「第二次大戦後のマクロ経済学と金融理論の変遷」『経済学論究』(関西学院大学)、第 65 巻第 4 号、3 月。
- Barro, R. I. and D. B. Gordon (1983) “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 101-121.
- Bloomfield, A. I. (1959) *Monetary Policy under the International Gold Standard*, Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M. D. (2008) ‘The History of Monetary Policy’, Durlauf, S. N. and L. E. Blume (eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*, pp. 715-721.
- Brunner, K. and A. H. Meltzer (1993) *Money and the Economy: Issues in Monetary Analysis*, Cambridge University Press.
- Capie, F. H. (2003) “Central Banking”, in Joel Moby (ed.) *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, Vol. 1, pp. 372-377.
- Capie, F. H. (2009) “Some scattered thoughts from history on evolution and design in central banking”, in D. Mayers and G. Wood (eds.) *Designing Central Banks*, Routledge.
- Chrystal, K. A. and P. D. Mizen (2001) “Goodhart’s Law: Its Origins, Meaning and Implications for Monetary Policy”, in Mizen (ed.) (2003).
- Drazen, A. (2008) “Political business cycles”, in Durlauf, S. N. and L. E. Blume (eds.).
- Eichengreen, B. (1992) *Golden Fetters*, Oxford University Press.
- Fischer, I. [1922] (1965) *The Purchasing Power of Money*, Reprint, Augustus M. Kelly.
- Friedman, M. (1959) “Quantity Theory of Money: A restatement”, in M. Friedman (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press.
- Friedman, M. and A. J. Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- Goodhart, C. A. E. (1984) “Problems of Monetary Management”, *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1988) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.

- Goodhart, C. A. E. (1989) “Central Banking”, in J. Eatwell et al. (eds.) *The New Palgrave: Money*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1993) ‘Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agents’, in Goodhart (1995).
- Goodhart, C. A. E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (2003) ‘A Central Bank Economist’, in Mizen, pp. 13-61.
- Goodhart, C. A. E. and D. Schoemaker, (1995) ‘Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?’ *Oxford Economic Papers* 47.
- Harui, Hisashi (2012) “Balance sheet lessons from the BoJ”, *Central Banking*, Vol. XXII, No. 3, February.
- Hicks, J. R. (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード大学出版会、1969年。
- Issing, O. (2012) “Central Bank’s - Paradise Lost”, Maekawa Lecture at Demographic Changes and Macroeconomic Performance, Bank of Japan conference, May 30th - 31st, 2012.
- Independent Commission on Banking (2011) *Final Report*, December.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977) “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473-492.
- Laidler, D. (1980) “The Demand for Money in the United States - Yet Again”, in Brunner, K. and A. H. Meltzer (eds.) *The State of Macroeconomics*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 2, North Holland, pp. 219-271.
- Meltzer, A. H. (2003) *A History of the Federal Reserve*, Vol. 1, University of Chicago Press.
- Mizen, P. (2003) *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*, Volume One, Edward Elgar.
- Sayers, R. S. (1956) “The Theoretical Basis of Central Banking”, *Central Banking after Bagehot*, Oxford at the Clarendon Press.
- Simon, H. C. (1936) “Rule versus Authorities in Monetary Policy”, *Journal of Political Economy*, Vol. 44(1), pp. 1-30.
- Svensson, L. (1999) “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, pp. 607-654.

- Taylor, J.B. (1999) “A Historical Analysis of Monetary Policy Rules”, in J.B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rule*, University of Chicago Press, pp. 319-347.
- Timberlake, R.H. (1984) “The central banking role of clearing house associations”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16, No. 1.
- Viner, J. [1937] (1975) *Studies in the Theory of International Trade*, Reprint, Augustus M. Kelly.
- Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Wicksell, K. [1898] (1965) *Interest and Prices*, Reprint, Augustus M. Kelly.